

Rentabilidad y apalancamiento financiero

Por **Julio Bonmatí Martínez** | Director CONT4BL3

Siempre he pensado –puede ser que equivocadamente– que tener una cierta cultura financiera es imprescindible para la toma de decisiones en la administración y gestión de las empresas. Como ya he hecho en otras ocasiones con artículos sobre finanzas, esta vez me gustaría tratar el tema del apalancamiento financiero y su impacto sobre la rentabilidad financiera de la empresa mediante, como considero que es la mejor manera por claridad de mostrar conceptos cuantitativos, ejemplos prácticos.

Por un lado tenemos la rentabilidad económica que mide la tasa de devolución producida por un beneficio económico (anterior a los intereses y los impuestos) respecto al capital total, incluyendo todas las cantidades prestadas y el patrimonio neto (que sumados forman el activo total). Y, además, la rentabilidad económica es totalmente independiente de la estructura financiera de la empresa.

La rentabilidad económica (RE) –en inglés: *Return on assets* (ROA)– se puede calcular con:

$$RE = \frac{\text{Beneficio económico}}{\text{Activo total}}$$

El apalancamiento financiero es el término utilizado dentro de las finanzas que hace referencia al grado en que una empresa depende de la deuda; simplemente, usar endeudamiento para financiar una operación. Tan sencillo como eso; es decir, en lugar de realizar una operación con fondos propios, se hará con fondos propios y fondos ajenos. La principal ventaja es que si la operación llega a buen puerto se puede multiplicar la rentabilidad y el principal inconveniente es que la operación no salga bien y se acabe siendo insolvente.

Y también tenemos la rentabilidad financiera o ROE (por sus iniciales en inglés: *Return on equity*) que relaciona el beneficio económico con los recursos necesarios para obtener ese lucro. Dentro de una empresa, muestra el retorno para los accionistas de la misma, que son los únicos proveedores de capital que no tienen ingresos fijos.

La rentabilidad financiera puede verse como una medida de cómo una compañía invierte fondos para generar beneficios a quienes participan en sus fondos propios; es decir, a los accionistas o socios.

La rentabilidad financiera (ROE) se calcula:

$$ROE = \frac{\text{Beneficio neto después de impuestos}}{\text{Fondos propios}}$$

Para ilustrar lo que quiero transmitir, como ya he dicho, pienso que lo mejor es que veamos con un caso práctico cómo en una empresa según su rentabilidad económica, el tipo de interés de la deuda, la estructura financiera y el tipo impositivo se puede aumentar la rentabilidad financiera, recurriendo al endeudamiento mediante el apalancamiento financiero.

En este caso práctico, vamos trabajar obviamente con las siguientes variables empresariales ya mencionadas: tasas de rentabilidad, apalancamiento financiero y efecto de la deducibilidad fiscal de los intereses.

El apalancamiento financiero es el término utilizado dentro de las finanzas que hace referencia al grado en que una empresa depende de la deuda

Caso práctico

Tenemos dos empresas A y B que presentan los siguientes datos:

	ACTIVO	DEUDA L/P	CAPITAL	BAIT
X002				
A	1000	400	600	150
B	1000		1000	150
X003				
A	1000	400	600	60
B	1000		1000	60
X004				
A	1000	400	600	25
B	1000		1000	25

Además disponemos de la siguiente información:

El tipo impositivo sobre beneficios a efectos de hacer más ilustrativo el caso es del 50%.

El tipo de interés de la deuda es del 6% anual.

BAIT es el beneficio antes de intereses e impuestos.

Ahora calcularemos:

- 1.- Las tasas de rentabilidad del activo y los fondos propios en cada ejercicio.
- 2.- Qué estructura financiera es preferible en cada ejercicio
- 3.- Valor del apalancamiento financiero y sus componentes en cada ejercicio
- 4.- Y, por último, cuantificaremos el efecto de la deducibilidad fiscal de los intereses de la deuda con referencia al ejercicio X003.

SOLUCIÓN:

Importante por homogeneidad para poder operar matemáticamente todas las variables se expresan en tanto por uno.

1.- Rentabilidad económica, del activo o de los fondos totales (r_2)

$$r_2 = [\text{Beneficio líquido} + \text{cargas financieras} (1-t)] / \text{Activos totales medios}$$

Cálculo del beneficio líquido o beneficio después de intereses e impuestos

	EMPRESA A			EMPRESA B		
	X002	X003	X004	X002	X003	X004
BAIT	150	60	25	150	60	25
INTERESES	24	24	24			
BAT	126	36	1	150	60	25
IMPUESTOS	63	18	0,5	75	30	12,5
B LIQUIDO	63	18	0,5	75	30	12,5

Obviamente al no estar endeudada en la empresa B no se devengan intereses.

Práctica contable

Por tanto la rentabilidad económica (r_2) de cada una de las empresas, para cada uno de los ejercicios económicos será:

	Empresa A	Empresa B
X002	7,50%	7,50%
X003	3%	3%
X004	1,25%	1,25%

La rentabilidad económica o rentabilidad del activo o de los fondos totales como ya hemos dicho es independiente de la estructura del pasivo, es indiferente que los recursos financieros sean propios o ajenos.

2.- Rentabilidad de los fondos propios (r_1)

$r_1 = \text{Beneficio líquido} / \text{fondos propios}$

	Empresa A	Empresa B
X002	10,50%	7,50%
X003	3%	3%
X004	0,08%	1,25%

La rentabilidad financiera o rentabilidad de los fondos propios como ya hemos dicho no es independiente de la estructura del pasivo, y por tanto no es indiferente que los recursos financieros sean propios o ajenos.

3.- Estructura financiera preferible según ejercicio:

X002 La empresa A

X003 Indiferente

X004 La empresa B

La situación varía durante los ejercicios en cada una de las empresas en función de la evolución de los beneficios, de la estructura financiera, de los intereses devengados y del tipo impositivo.

Por dicho motivo, a efectos de gestión es muy importante controlar permanentemente los costes internos, mediante la realización de cálculos presupuestarios y determinación y control de las desviaciones.

4.- Cuantía del apalancamiento financiero y de sus componentes en cada ejercicio:

A.- Solo se puede calcular par la empresa A pues la empresa B no está endeudada.

$\text{Apalancamiento} = (r_2 - r_3) \text{FA} / \text{FP}$

Siendo:

r_2 = Rentabilidad económica, del activo o de los fondos totales.

r_3 = Coste financiero de los fondos ajenos deducido el ahorro fiscal derivado del endeudamiento.

FA = Fondos ajenos.

FP = Fondos propios.

El apalancamiento en X002, será:

$$[7,5 - 6 (1-0,5)] 400/600 = 3\%$$

Este ejercicio X002, el coste de los fondos ajenos considerado el efecto de la deducibilidad fiscal de esta partida, es inferior a la rentabilidad del activo.

El apalancamiento en X003, será

$$[3 - 6 (1-0,5)] 400/600 = 0\%$$

Este ejercicio X003, el coste de los fondos ajenos considerado el efecto de la deducibilidad fiscal de esta partida, es igual a la rentabilidad del activo.

Y el apalancamiento en X004, será:

$$[1,25 - 6 (1-0,5)] 400/600 = -1,17\%$$

Este ejercicio X004, el coste de los fondos ajenos considerado el efecto de la deducibilidad fiscal de esta partida, es superior a la rentabilidad del activo.

B.- Ahora para terminar veamos el efecto de deducibilidad fiscal de los intereses de la deuda con referencia al ejercicio X003.

Considerando exclusivamente las tasas de rentabilidad económica y financiera se concluiría que es indiferente la situación de ambas sociedades en X003; esto es, que su estructura financiera no resulta determinante.

Sin embargo, si se contemplan conjuntamente los intereses de todos los aportantes de recursos, propietarios y acreedores, concluiríamos que es preferible la posición de la sociedad endeudada, por el efecto de la deducibilidad fiscal de los intereses pagados por la deuda.

Así, si se calcula el rendimiento total para accionistas y acreedores en ambas sociedades, tenemos:

AÑO X003	Empresa A	Empresa B
Bait	60	60
Intereses 6% s/ 400	24	0
Bat	36	60
Impuestos 50%	18	30
Beneficio después de impuestos	18	30
Intereses pagados a prestamistas	24	0
Rendimiento de accionistas a prestamistas	42	30

Como se puede ver disponemos de 12 unidades monetarias más para remunerar a accionistas y acreedores en la sociedad A que en la sociedad B; y podemos observar que esta diferencia equivale al mayor importe pagado al liquidar el impuesto de sociedades por B, que pagó 30 unidades monetarias por este concepto mientras A solo pagó 18 unidades monetarias.

O lo que es lo mismo: esas 12 unidades monetarias son el resultado de la aplicación del tipo impositivo del impuesto de sociedades (50%) sobre los intereses pagados de 24 unidades monetarias en la empresa A.

Por tanto, para concluir, en las decisiones financieras de nuestras empresas deberemos tener en cuenta la tasa de rentabilidad, económica y financiera, la estructura financiera de la empresa y el efecto tributario sobre el endeudamiento.